

УДК 330.8:336.76

Корніяк О.В.

кандидат економічних наук, науковий співробітник  
Інституту економіки та прогнозування  
Національної академії наук України

## СТАНОВЛЕННЯ РИНКУ БОРГОВИХ ЦІННИХ ПАПЕРІВ ЯК ЧИННИК РОЗВИТКУ ПІДПРИЄМНИЦТВА (ДРУГА ПОЛОВИНА ХІХ – ПОЧАТОК ХХ СТ.)

## DEVELOPMENT OF PROMISSORY SECURITIES MARKET AS THE FACTOR OF DEVELOPMENT OF ENTERPRISES (SECOND HALF XIX – BEGIN XX-TH CENTURY)

### АНОТАЦІЯ

Статтю присвячено аналізу становлення ринку боргових цінних паперів в історичний період другої половини ХІХ – початку ХХ ст. Зокрема, виявлено, що у вітчизняній практиці становлення даного ринку, з одного боку, стимулювало розвиток підприємництва, з іншого – стало стримуючим чинником його ефективного розвитку.

**Ключові слова:** державні запозичення, нагромадження капіталу, зовнішні запозичення, цінні папери, державні облигації, іпотечні облигації, муніципальні облигації.

### АННОТАЦИЯ

Статья посвящена анализу становления рынка долговых ценных бумаг в исторический период второй половины XIX – начала XX ст. В частности, выявлено, что в отечественной практике становление данного рынка, с одной стороны, стимулировало развитие предпринимательства, с другой – стало сдерживающим фактором его эффективного развития.

**Ключевые слова:** государственные заимствования, накопление капитала, внешние заимствования, ценные бумаги, государственные облигации, муниципальные облигации.

### ANNOTATION

The article is dedicated to analysis of development of promissory securities market in a historical period of the second half XIX – beginning XX-th century. It is also exposed that in domestic practice of this market development, from one side stimulated development of enterprise, from other became a retentive factor him effective development.

**Keywords:** state borrowing, accumulation of the capital, external borrowing, securities, state bonds, municipal bonds.

**Постановка проблеми.** На сучасному етапі розвитку економічної системи ключовими для науково-практичних досліджень є питання стабільного економічного розвитку за рахунок формування та реалізації загальнодержавного стратегічного плану. В даному контексті важливим напрямком наукових досліджень постає питання розвитку підприємництва як базової складової економічного розвитку країни. Тим більше що на даний час вже сформовано достатній теоретично-методологічний базис для здійснення досліджень такого роду, з урахуванням історичної складової, що дає підстави виокремити деякі важливі аспекти історичного досвіду розвитку вітчизняного підприємництва, зокрема, впливу на даний процес становлення ринку боргових цінних паперів у період другої половини ХІХ – початку ХХ ст.

**Аналіз останніх досліджень і публікацій.** Різні аспекти питання розвитку підприємництва в період другої половини ХІХ – початку ХХ ст. знаходять відображення у працях сучасних істориків-економістів, зокрема: В. Гринчуцького, О. Кудласевич, В. Небрат, О. Сохацької, Н. Супрун, В. Феценко, С. Фурман, С. Чистякової та ін.

**Виділення невирішених раніше частин загальної проблеми.** Проте питання становлення ринку боргових цінних паперів як одного з ключових чинників розвитку підприємництва не висвітлюється у повному обсязі, а тому існує необхідність подальшої розробки даної тематики.

**Мета статті** полягає у аналізі становлення ринку боргових цінних паперів як чинника розвитку підприємництва у вітчизняній практиці в історичний період другої половини ХІХ – початку ХХ ст.

**Виклад основного матеріалу дослідження.** Становлення ринку боргових цінних паперів у другій половині ХІХ – на початку ХХ ст. відбулося у тісному взаємозв'язку із державною політикою протекціонізму, коли даний ринок активно застосовувався державними органами влади для фінансування пріоритетних галузей економіки, зокрема, залізничного будівництва. У досліджуваний період в Україні відбувалося стрімке будівництво залізниць, які стали основою транспортної інфраструктури вітчизняного народного господарства, активізуючи розвиток підприємництва та збільшуючи можливості реалізації нових економічних ідей.

Перші 207 верст вітчизняної залізниці було побудовано у 1865 р. (Балто-Одеська залізниця). У 1868–1871 рр. будуються Балто-Єлисаветградська, Курсько-Харково-Азовська, Єлисаветград-Кременчуцька, Курсько-Київська, Києво-Балтська залізниці. У першій половині 70-х років будуються також Харково-Кременчуцька, Харково-Миколаївська, Києво-Брестська, Лозово-Севастопольська залізниці. Загалом протяжність вітчизняних залізниць зростає з 366 верст у 1869 р. [5, с. 703] – до 4834 верст з 21115 верст загальноімперської сітки наприкінці 70-х років [4, с. 499]. Досліджуючи народногосподарське значення залізничного будівництва, І. Озеров зазначав, що «промис-

ловість, яка розвивається, неодмінно потребує хорошого обладнання країни залізничною сіткою: залізниця відкриває ринки продуктам промисловості» [9, с. 139]. Дійсно, розбудова залізничної сітки суттєво активізувала процеси товарообміну, чим стимулювала розвиток основних галузей промислового підприємництва України – металургійної, вугільної та цукрової.

Треба зазначити, що активне державне стимулювання розвитку вітчизняного залізничного будівництва відбувалося через механізми залучення фінансових інвестицій у дану галузь та безпосередню участь в цьому бізнесі казенних підприємств, причому основний тягар на розбудову залізничних шляхів сполучення було покладене на державний бюджет. Так, видатний економіст-господарник І. Озеров, досліджуючи природу фінансових витрат на розвиток залізничного транспорту, зазначав, що «витрати на будівництво залізниць складають значну частину у зростанні нашого державного боргу, так як це будівництво відбувалося за рахунок держави чи безпосередньо, для чого уряд робив позики за свій рахунок, чи шляхом гарантованих державних позик. Уряд у цьому випадку пропонував приватним акціонерним товариствам гарантію певного відсотку на потрібні їм капітали, надаючи їм повну свободу у справі реалізації цих капіталів» [10, с. 325]. На цьому наголошував і відомий економіст М. Он у вітчизняній практиці: «За будівництво залізниць спочатку прийнявся сам уряд, але потім це право передано приватним залізничним товариствам. Але так як у приватних осіб засобів для таких великих підприємств, як залізничні, не було, тоді уряд взяв їх доставку на себе» [8, с. 3]. Іншими словами, підприємства, які мали загальнодержавне значення, були передані приватним особам, але фінансові засоби для їх розвитку надавала держава.

Механізм фінансування залізничного будівництва виглядав наступним чином: частину акціонерного та облигаційного капіталів приватних товариств уряд залишав за собою, замість цих цінних паперів робив позики, реалізуючи на фондових ринках залізничні облигації, відсотки та погашення капіталу, за якими було забезпечено прибутком тих залізниць, для котрих було випущено залізничну позику. Таким чином, формувався так званий «залізничний фонд», з якого виділялися кошти як на придбання цінних паперів приватних залізничних товариств, так і на їх кредитування. У випадку відсутності прибутків чи взагалі збитковості залізничних підприємств держава, виступаючи гарантом, здійснювала компенсацію вигодонабувачам та кредиторам. Тобто через механізми випуску державних облигаційних позик весь тягар фінансування залізничного будівництва було покладено на державу та на державний бюджет, про що свідчать наступні дані. Так, у період 1900–1914 рр. сума емісії державних позик та позик приватних

залізничних товариств, гарантованих державою, зросла на 4.886 млн. крб. (7.859 млн. крб. до 12.745 млн. крб.) [2, с. 444–445]. Зокрема, станом на 1 січня 1914 р. на будівництво залізниць було витрачено 7.591 млн. крб., з них на казенні залізниці – 5.618 млн. крб., а на будівництво приватних залізниць – 1.973 млн. крб. Дані фінансові засоби було отримано за рахунок бюджету (2.903 млн. крб.) та за рахунок залізничних облигаційних позик (4.688 млн. крб.) [11, с. 3]. Проте, не дивлячись на високий рівень витрат будівництва та у більшості випадків збитковість залізничних товариств, залізниці стали основним видом транспорту, що об'єднав всі райони держави в єдиний господарський механізм, активізуючи процеси становлення капіталістичних відносин у вітчизняній економіці та стимулюючи розвиток вітчизняного підприємництва.

У свою чергу, розбудова транспортних мереж активізувала процеси розширення та поглиблення внутрішнього ринку, що сприяло зміцненню підприємницьких зв'язків між окремими регіонами країни. Так, аналізуючи роль промислового капіталізму у процесах розвитку внутрішнього ринку, І. Гуржій зазначав, що «промисловий капіталізм створив ринки засобів виробництва, засобів споживання і робочої сили, а усуспільненням виробництва і поглибленням поділу праці він усунув відокремленість місцевих ринків і злив їх у єдиний національний ринок» [3, с. 97]. Велику роль у процесі створення внутрішнього національного ринку як одного з основних стимулюючих чинників розвитку підприємництва відіграла внутрішня торгівля, що зазнала суттєвих змін у пореформений період. По-перше, значно зросли обсяги торгівлі, що стало наслідком активного розвитку сільського господарства та промислового виробництва. По-друге, завдяки розвитку транспортної мережі, внутрішня торгівля охопила найвіддаленіші регіони країни. По-третє, зазнавали суттєвих змін і форми внутрішньої торгівлі, зокрема, активного розвитку набувала стаціонарна торгівля – магазинно-крамнична (роздрібна) та біржова (оптова). Таким чином, вітчизняними підприємницькими центрами стали Київ, Харків, Одеса, де здійснювалися біржові операції купівлі-продажу не тільки промислових і сільськогосподарських товарів, а і цінних паперів.

У досліджуваний період міста перетворилися на основні промислові та торговельні центри, які приваблювали широкі верстви населення своїми можливостями працевлаштування та реалізації підприємницьких ініціатив. Так, у період з 1881 по 1897 р. міське населення в Україні зросло майже у 1,4 рази – з 2 млн. до 2,8 млн. чол., тобто міське населення на українських землях складало 13–15% від загальної кількості населення [5, с. 702]. Найбільш швидко зростання демонстрували індустриальні поселення Донбасу та Криворіжжя – Кривий

Ріг, Дружківка, Юзівка, Маріуполь, Волинцево та ін. Поряд із ними активно розбудовувалися і основні міські центри країни – Київ, Харків, Одеса тощо.

Саме із активним розвитком міст пов'язана поява на фондовому ринку державних муніципальних облігаційних позик, що стали одним з механізмів реалізації державної політики регіонального розвитку. Зокрема, у останній третині XIX ст. муніципалітети починають застосовувати практику задоволення фінансових потреб за рахунок реалізації на фінансових ринках муніципальних позик, котирування яких відбувалося на вітчизняному та світових ринках фондових ринках. Хоча муніципальні позики в даний період становили лише 1% від загальної емісії цінних паперів та практично всі обсяги цього виду боргових цінних паперів були об'єктом обігу на вітчизняному фондовому ринку, даний вид цінних паперів мав значний потенціал для розвитку. Так, у період 1881–1893 рр. за рахунок випуску облігаційних позик міста залучили на внутрішньому ринку приблизно 17 млн. крб., а з 1893 по 1900 р. – 66 млн. крб. [2, с. 444–445]. Практика активного звернення муніципалітетів до світових фондових бірж почалася лише в період 1893–1900 рр., коли на зовнішніх фінансових ринках за рахунок облігаційних позик було залучено 4 млн. крб. [2, с. 444–445]. В той же час у період 1900–1914 рр. загальний об'єм емісії муніципальних позик зріс майже у 6,5 рази (з 87 млн. крб. до 565 млн. крб.) [2, с. 444–445]. Тобто і у випадку розбудови міських центрів як осередків розвитку підприємництва та реалізації нових економічних ініціатив держава активно зверталася до механізму випуску боргових цінних паперів, в даному випадку муніципальних облігацій. Як зазначав І. Левін, «швидке зростання міської Росії на початку XX ст. та посилення зв'язку із світовим господарством, зі світовими центрами вивело наші великі міста зі стану невизначеності та зробило їх цікавими боржниками для капіталу» [6, с. 17].

Таким чином, у вітчизняній практиці основною рушійною силою реформування народного господарства стала держава, що позначалося і на формуванні основних ринкових інститутів, зокрема, інституту фондового ринку. Так, завдяки необхідності погашення постійно зростаючого державного боргу та потреби залучення державою великої кількості фінансових ресурсів для розвитку пріоритетних галузей економіки країни в кінці XIX – на початку XX ст. склалася ситуація, коли основним інструментом вітчизняного фондового ринку стали державні облігаційні позики. Тобто вітчизняний фондовий ринок сформувався як ринок боргових цінних паперів та в основному як ринок державного кредиту. Красномовним підтвердженням даної характеристики є слова вітчизняного науковця І. Бака, на думку якого однією з основних особливостей розвитку вітчизняного фондового ринку було те, що він був «у значній мірі – ринком державного кредиту» [1, с. 106]. Такої ж думки дотримувався і І. Левін, який, характеризуючи особливості розвитку вітчизняного фондового ринку, зазначав, що у вітчизняній практиці біржова торгівля цінними паперами «розвивалася разом із розвитком державного кредиту, по мірі накопичення капіталів в країні та утворення внутрішнього ринку для державних позик» [7, с. 222]. Хоча і зауважував, що до 60-х років XIX ст. державні облігаційні позики здійснювалися в основному на іноземних фінансових ринках, які були основним джерелом кредитних ресурсів державної казни (на внутрішньому ринку розміщувалася лише незначна частка державних позик), що суттєво не впливало на рівень нагромадження внутрішніх фінансових ресурсів, їх перерозподіл та, як наслідок, не знижувало і рівень підприємницької активності. Починаючи із 60-х років XIX ст. ситуація почала кардинально змінюватися, та вітчизняний фондовий ринок почав перетворюватися на механізм залучення фінансових ресурсів державними органами влади, що активно використовували практику випуску облігаційних позик для погашення

Таблиця 1

## Обсяги випуску вітчизняних цінних паперів за видами (млн. крб.)

Роки (на 1 січня)	Державні та гарантовані позики			Іногочні всередині країни	Облігації міст			Акції			Облігації акціонерних товариств			Всього
	всередині країни	за кордоном	всього		всередині країни	за кордоном	всього	всередині країни	за кордоном	всього	всередині країни	за кордоном	всього	
1861	1021	537	1558	-	-	-	-	62	10	72	-	-	-	1630
1881	2338	2564	4902	879	-	-	-	263	92	355	14	6	20	6156
1893	3072	3018	6090	1225	17	-	17	697	202	899	44	34	78	8309
1900	3893	3966	7859	1784	83	4	87	1318	644	1962	98	118	216	11908
1908	5863	5265	11128	2224	177	26	203	1658	945	2603	166	190	356	16514
1914	7341	5404	12745	3140	295	270	565	2610	1700	4310	138	260	398	21158

Джерело: [2]

державного боргу та реалізації державної політики розвитку пріоритетних галузей економіки не лише за рахунок зовнішніх, але і внутрішніх ресурсів. Як результат, боргові цінні папери стали займати лідируючі позиції на фінансовому ринку, суттєво гальмуючи розвиток ринку акцій та, як наслідок, знижуючи можливості розвитку акціонерного підприємництва, яке було провідною формою ведення великого та середнього бізнесу в досліджуваній період.

Так, за даними таблиці 1, станом на 1 січня 1914 р. із загального обсягу емісії цінних паперів в сумі 21158 млн. крб. пайові цінні папери склали лише п'яту частину в сумі 4310 млн. крб. В той же час серед облігаційних позик, обіг яких відбувався на вітчизняному та світових фондових ринках, державні позики та позики приватних товариств гарантовані державою, в кінці XIX – на початку XX ст. займали лідируючі позиції та в обсязі 12745 млн. крб. становили фактично більше половини обсягів загальної емісії цінних паперів на внутрішньому та зовнішніх ринках.

**Висновки.** Таким чином, у досліджуваній період становлення ринку боргових цінних паперів стало важливим чинником розвитку підприємництва за рахунок активного використання державою даного інвестиційного механізму для стимулювання розвитку пріоритетних галузей економіки, зокрема, залізничного будівництва. Саме розбудова сучасних шляхів сполучення стала відправною точкою глибокої модернізації економіки країни та, як наслідок, широкого застосування підприємницьких ініціатив та збільшення можливостей реалізації нових економічних ідей.

У той же час активне застосування державою практики фінансових запозичень у формі боргових цінних паперів стало інституційним бар'єром ефективного розвитку підприємництва, коли за рахунок активного втручання держави у грошово-кредитні та фінансово-інвестиційні механізми нівелювалася роль відповідних ринкових інститутів, зокрема, інституту фондового ринку, основними функціями якого є саме акумуляція та ефективний перерозпо-

діл інвестиційних ресурсів. У результаті такої політики вітчизняний фондовий ринок перетворився фактично на ринок державного кредиту, суттєво гальмуючи розвиток підприємництва своєю неспроможністю в умовах низького рівня нагромадження капіталів всередині країни перенаправляти фінансово-інвестиційні потоки до реального сектору економіки за принципом найефективнішого застосування.

#### БІБЛІОГРАФІЧНИЙ СПИСОК:

1. Бак І.С. Биржи на Западе и в СССР / И.С. Бак. – Харьков : Книгоспілка, 1926. – 143 с.
2. Гиндин И.Ф. Русские коммерческие банки / И.Ф. Гиндин ; под. ред. С.Г. Струмилина. – М. : Госфиниздат, 1948. – 453 с.
3. Гуржій І.О. Україна в системі всеросійського ринку 60–90-х років XIX ст. / І.О. Гуржій. – К. : Наукова думка, 1968. – 191 с.
4. Дядиченко В.А., Лось Ф.Є., Шевченко Ф.П., Ястребов Ф.О. Історія Української РСР / [В.А. Дядиченко, Ф.Є. Лось, Ф.П. Шевченко, Ф.О. Ястребов]; гол. ред. О.К. Касименко. – К. : Видавництво Академії наук Української РСР, 1953. – Т. 1. – 784 с.
5. История СССР / Под ред. М.В. Нечкиной ; изд. 2-е, исп. и доп. – М. : Государственное издательство политической литературы, 1949. – Т. 2. – 870 с.
6. Левин И.И. Германские капиталы в России / И.И. Левин. – СПб. : Тип. ред. период. изд. Мин. финансов, 1914. – 88 с.
7. Левин И.И. Рост Петроградской фондовой биржи / И.И. Левин // Банковая энциклопедия ; под общ. ред. Л.Н. Яснопольского. – 1916. – Т. 2. – С. 221–234.
8. Он Н. Очерки нашего пореформенного общественного хозяйства / Н. Он. – СПб. : Типография А. Бенке, 1893.
9. Озеров И.Х. Основы финансовой науки. Учение об обыкновенных доходах. Курс лекций, читанный в С.-Петербургском и Московском университетах / И.Х. Озеров ; изд. 3-е, исп. и доп. – М. : Типография Т-ва И.Д. Сытина, 1909. – Вып. 1. – 534 с.
10. Озеров И.Х. Основы финансовой науки / И.Х. Озеров ; изд. 2-е, доп. – М. : Типография Т-ва И.Д. Сытина, 1908.
11. Сидоров А.Л. Железнодорожный транспорт России в Первой мировой войне и обострение экономического кризиса в стране / А.Л. Сидоров // Исторические записки ; отв. ред. Б.Д. Греков. – М. : Издательство Академии Наук СССР. – № 26. – С. 3–64.